



PERSBERICHT

## Mutualisme: het gevaar van nauwe banden

*Door Yves Longchamp, Head of Research ETHENEA Independent Investors*

**“Omarm verandering: het is de enige constante in het leven,” zei een Griekse filosoof zo’n 2500 jaar geleden. Deze zegswijze werd in de eerste jaren van deze eeuw bevestigd, toen zich ingrijpende ontwikkelingen voltrokken die zorgden voor een radicale verandering van de wereld zoals wij die kennen, de manier waarop wij ons als individuen gedragen en de manier waarop centrale banken en overheden reageren op tegenslagen. Denk aan de revolutie in de informatie- en communicatietechnologie, de klimaatverandering en de wereldwijde financiële crisis. Maar wat kunnen deze veranderingen betekenen voor mogelijke beleidsreacties bij een volgende recessie? Is het mogelijk dat monetair beleid en rentevoeten vervangen worden door fiscaal beleid en wisselkoersen?**

### De gevolgen van de veranderingen

Als gevolg van de wereldwijde financiële crisis (WFC) en de ongekeerde schaal en reikwijdte van de monetaire en fiscale beleidsreacties zijn wij anders gaan denken over de manier waarop economieën werken en de maatregelen die nodig zijn om een recessie te voorkomen. Aangezien het financiële systeem na de crisis niet is ingestort en de wereldeconomie aan een tweede grote depressie is ontsnapt, kunnen we concluderen dat de reacties passend en doeltreffend waren.

Om de economieën weer op de rails te krijgen, waren ingrijpende monetaire en begrotingsmaatregelen nodig. Inmiddels zijn we jaren verder en groeien de economieën in een langzaam tot gematigd tempo, terwijl ze nog steeds profiteren van een soepel monetair beleid. Sommige basishypothesen en -overtuigingen over de werking van economieën kloppen echter niet meer, wat erop wijst dat de zaken fundamenteel veranderd zijn. Dit is de nieuwe realiteit. Zo is de relatie tussen de output gap en de inflatie, de zogenaamde Phillips-curve – de basishypothese van het monetaire beleid – niet meer vanzelfsprekend, zoals blijkt uit het feit dat de lonen in de VS ondanks de volledige werkgelegenheid slechts licht stijgen.

In deze nieuwe realiteit is de groei bescheiden en de productiviteit laag, zijn de inflatiepercentages en de rentes laag, hebben de centrale banken opgeblazen balansen en is de staatsschuld hoog. In mei groeide de Amerikaanse economie voor de 106<sup>de</sup> achtereenvolgende maand. Dit is de op één na langste groeifase sinds 1854 (de langste duurde 120 maanden). Hoewel conjunctuurcycli niet alleen door ouderdom eindigen en de huidige cyclus misschien wel de langste ooit wordt, lijkt het ons zinvol na te denken over de vraag wat de beleidsreacties op een volgende recessie zullen zijn.

In een artikel in de Wall Street Journal<sup>1</sup> van april trok Eric Rosengren, voorzitter van de Boston Fed, aan de alarmbel. Zijn belangrijkste conclusie was dat een groot deel van de begrotingsruimte al opgaat aan de stimuleringsmaatregelen van Trump, wat de mogelijkheden van de overheid beperkt om de belastingen te verlagen of de federale uitgaven te verhogen om een eventuele groeivertraging te compenseren. Ook stelt hij dat de Fed, gezien de veranderingen in de economie, waarschijnlijk de rentes niet zal kunnen verhogen zoals in het verleden, en als gevolg daarvan ook minder ruimte zal hebben om ze indien nodig te verlagen. Larry Summers, voormalig minister van Financiën en nu hoogleraar, zei in een interview eerder

---

<sup>1</sup> ["Fed's Rosengren Worried Fiscal Stimulus Won't Be There for Next Downturn"](#)



dit jaar: "De volgende jaren komt er een recessie aan en dan hebben we het monetaire en fiscale kruit in zekere zin al verschoten, zodat de volgende recessie waarschijnlijk langer zal duren."<sup>2</sup>

Bij recessies in het verleden verlaagde de Fed de rente gewoonlijk met minstens 5 %. Maar omdat de beleidsrente, de Fed Fund Rate, momenteel 1,75 % is en volgens de zogeheten dot plot op lange termijn minder dan 3 % zal zijn, zal een verlaging met de gebruikelijke 5 % onmogelijk zijn. De bescheiden renteverlaging zal gepaard gaan met forward guidance, kwantitatieve verruiming en andere onconventionele middelen, maar dit zal waarschijnlijk niet genoeg zijn om een conjunctuurschok te voorkomen.

### **Mutualisme**

De kans is groot dat de monetaire beleidsreactie wordt vervangen door een fiscale beleidsreactie. Maar ook in dat opzicht zijn de mogelijkheden van overheden beperkt. Als de rentes te hoog zijn, kunnen overheden zich geen met obligaties gefinancierde begrotingsstimulering veroorloven. Dat is precies wat zich nog maar enkele jaren geleden in de periferie van de eurozone heeft afgespeeld en wat de komende maanden heel goed opnieuw zou kunnen gebeuren als de crisis in Italië zou verscherpen.

De WFC laat zien wat er bij een volgende recessie waarschijnlijk zal gebeuren. Al snel na de val van Lehman, toen duidelijk werd dat monetaire middelen alleen niet toereikend zouden zijn om de economische groei te herstellen en het financiële systeem te stabiliseren, ontstond er een de facto samenwerking tussen centrale banken en overheden. Het was een pragmatische samenwerking, die tot doel had de terugval een halt toe te roepen. Het was niet de bedoeling om een institutionele toenadering tot stand te brengen.

Tien jaar later zijn de betrekkingen tussen de centrale banken en de regeringen verdiept en is hun lot met elkaar verweven. In een situatie met weinig groei en lage inflatie hebben overheden lage rentes nodig om de staatsschuld houdbaar te maken. Tegelijkertijd hebben de centrale banken belang bij een houdbare overheidsschuld, omdat staatsobligaties de "risicovrije" activa zijn die de banken moeten aanhouden om te voldoen aan de kapitaaleisen, de stresstests en de liquiditeitsvereisten van Basel III. Daarom is de houdbaarheid van de schuld een belangrijk element voor de stabiliteit van het banksysteem. Omdat de centrale banken bij een volgende recessie de rentes niet meer kunnen verlagen zoals ze vroeger deden, zullen ze een stimulerend begrotingsbeleid van de overheid nodig hebben om hun beperkingen te compenseren. En in de volgende herstelfase zullen de centrale banken, omdat de staatsschuld dan weer gestegen is, de rentes op een niveau moeten houden waarbij de staatsschuld houdbaar blijft.

Zo is de samenwerking geleidelijk ontaard in een mutualisme, een relatie waarin beide organismen voordeel hebben bij hun interactie. Het riskante is dat ze niet zonder elkaar kunnen.

Het meest vergaande voorbeeld van mutualisme zien we in Japan, waar de centrale bank uitdrukkelijk garandeert dat de overheid obligaties met een looptijd tot 10 jaar kan uitgeven tegen een rente van 0 %. In de eurozone en de VS bestaat er geen officiële verbintenis om overheden gratis te laten lenen. Het zou echter onlogisch zijn als de ECB en de Fed geen oog hadden voor het niveau van de rentes in relatie tot de houdbaarheid van de staatsschuld. Mario Draghi zei in de zomer van 2012, op het hoogtepunt van de eurocrisis: "Binnen ons mandaat is de ECB bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden". Hoewel het ook de bedoeling was de inflatie weer op het streefniveau te brengen (het mandaat van de ECB), wilde Draghi allereerst een staatsschuldencrisis en instorting van de eurozone te voorkomen.

---

<sup>2</sup> ["Summers Warns Next U.S. Recession Could Outlast Previous One"](#)



Nu Italië weer volop in het nieuws is, vragen beleggers zich af hoe hoog de Italiaanse staatsrentes moeten oplopen voordat de ECB opnieuw ingrijpt.

### **Hoe hoog kunnen de rentes oplopen?**

De vraag die we moeten beantwoorden is hoe hoog de rentes kunnen oplopen zonder de staatsschuld in gevaar te brengen. De houdbaarheid van een schuld definiëren we als volgt: een schuld is houdbaar zolang het rendement van de investering in dollar hoger is dan de betaalde kosten van de schuld (rente) in dollar. Met andere woorden, de opbrengst van een project moet ten minste de kosten dekken. Overheden hebben verschillende doelen, en dus verschillende projecten. Ze zijn niet allemaal economisch van aard, maar het bbp is naar onze mening een goede maatstaf om het totale rendement op overheidsinvesteringen te meten. Staatsschuld wordt meestal uitgedrukt als percentage van het bbp. Een hoog bbp betekent een lage werkloosheid en daardoor politieke stabiliteit. Het betekent ook internationale invloed (onderhandelingspositie en militaire macht), want economische macht wordt afgemeten aan het bbp. Volgens deze redenering kan de bbp-groei worden gezien als het rendement van een overheid, en de betaalde rente op de schuld als de kosten. Als de betaalde rente hoger is dan de groei, is het maatschappelijk rendement onvoldoende om de kosten van de financiering te dekken, waardoor deze onhoudbaar is.

De maximaal houdbare rente die een overheid zich kan veroorloven hangt af van de groei, de inflatie en de grootte van de schuld. In onze berekeningen, die zijn gebaseerd op cijfers van de OESO, nemen we aan dat overheden een primair begrotingsevenwicht hebben, wat betekent dat ze noch een expansief, noch een restrictief beleid voeren. Dit is een 'heroïsche assumptie', aangezien de geschiedenis leert dat een primair tekort de regel is. Volgens onze schattingen variëren de maximaal houdbare rentes als volgt: 4,8 % - 6,1 % voor Duitsland, 3,3 % - 4,0 % voor de VS, 0,6 % - 1,5 % voor Italië en 0,1 % - 0,3 % voor Japan. We geven een bandbreedte in plaats van één cijfer voor elk land, omdat we in onze berekening uitgaan van zowel de feitelijke als de potentiële groei. Om het belang van deze cijfers iets tastbaarder te maken, kunnen we deze beschouwen als een benadering van de 10-jarige staatsrentes.

Gelet op het bovenstaande kunnen de rentes slechts beperkt op- of neerwaarts bewegen. Voor centrale banken is de ondergrens in het algemeen 0 % en voor overheden varieert de bovengrens van 0 % in Japan tot 4 % in de VS. In de eurozone is deze hoogstens 1,5 %, aangezien de maximaal houdbare risicovrije rente niet wordt bepaald door Duitsland, maar door Italië, dat het belangrijkste risico voor de regio vormt. Op het moment van schrijven is de 10-jarige Italiaanse staatsrente circa 3,0 %, twee keer zo hoog als onze schatting van het maximaal houdbare niveau. Dit geeft niet alleen aan dat Italië onder druk staat, maar ook dat de eurozone als geheel in de gevarenzone is gekomen. Het is echter te vroeg om te concluderen dat er een tweede eurocrisis is begonnen.

Het monetair beleid van de afgelopen decennia is verleden tijd. De centrale banken zijn niet meer in staat om conjunctuurschokken op eigen kracht te dempen. Het begrotingsbeleid is weer in beeld, maar alleen voor zover de rentes het toelaten.

Mutualisme leidt tot symbiose als beide partijen zich aan de regels houden. Als centrale banken onder het juk van de staat worden gesteld en daardoor hun onafhankelijkheid verliezen, zal dit waarschijnlijk leiden tot schuldmonetarisering en inflatie, net als enkele decennia geleden. Maar als de centrale banken de rentes overeenkomstig hun mandaat blijven vaststellen, zullen zij in feite het begrotingsbeleid bepalen.

### **Het effect van gecontroleerde rentecurves op de wisselkoersen**

Als de rentes gecontroleerd zouden worden, zouden deze uiteindelijk geen afspiegeling meer zijn van de onderliggende economische situatie, maar een afweging tussen monetair beleid en begrotingsbeleid. De Japanse staatsrentes zijn door de Bank of Japan (BoJ) vastgezet op



ongeveer 0 % tot een looptijd van 10 jaar. Doordat de rente voor de eerste 10 jaar op 0 % is gesteld, is de informatiewaarde van de rente volledig weggevallen. Het tarief weerspiegelt niet langer de groei- en inflatieverwachtingen van beleggers, maar stelt Japan in staat het hoogste begrotingstekort (5 % van het bbp) en de hoogste staatsschuld (224 % van het bbp) van de ontwikkelde wereld te voeren.

Met gecontroleerde rentecurves zouden beleggers een waardevol kompas en economieën een cruciale bijstuuringsvariabele verliezen. Zo wordt de vorm van de rentecurve algemeen beschouwd als een betrouwbare indicatie voor het al dan niet naderen van een recessie. In Japan bepaalt de BoJ nu dat de curve vlak moet zijn, of simpel gezegd, niets mag zeggen over de toekomst; haar vorm is immers niet normaal, wat zou wijzen op groei en/of inflatie, maar ook niet invers, of wijzend op recessie en/of deflatie. In zo'n situatie is de rentecurve van de staatsobligaties niet langer een zinvol hulpmiddel om de waarde van andere activaklassen te bepalen of om zich aan te passen aan veranderde binnenlandse economische omstandigheden of riskante situaties in een muntunie, om maar enkele voorbeelden te noemen. Door een realiteit te negeren wordt deze niet minder reëel. Daarom zijn wij van mening dat wisselkoersen een grotere rol zullen gaan spelen in de uitdrukking van en aanpassing aan verschillen in onderliggende economische omstandigheden.

Om bij het voorbeeld van Japan te blijven, de Japanse yen is een van de meest ondergewaardeerde valuta's, of misschien wel de meest ondergewaardeerde valuta van de ontwikkelde wereld. Dit toont aan dat in een situatie waarin de rentecurve geen informatie meer geeft, er grootschalige valuta-aanpassingen plaatsvinden. De hoge risicopremie die gepaard gaat met een hoge staatsschuld en een groot begrotingstekort is in de koers van de Japanse valuta verwerkt. Volgens schattingen van de reële waarde is de yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar ongeveer 20 % tot 30 % ondergewaardeerd.

## **Conclusie**

Of John Maynard Keynes dat nu echt heeft gezegd of niet, de retorische vraag "Wanneer de situatie verandert, verander ik van mening. En u, mijnheer?" is nog steeds relevant. De wereld is de afgelopen 15 jaar ingrijpend veranderd en de beleidsreacties in de toekomst zullen afgestemd zijn op de nieuwe situatie. In het huidige economische klimaat met bescheiden groei, lage productiviteit, lage inflatie en rentes, opgeblazen balansen bij de centrale banken en hoge staatsschulden is er een nauwe relatie tussen begrotingsbeleid en monetair beleid ontstaan. Wij noemen deze relatie mutualisme.

Mutualisme steunt zwaar op het controleren van de rentecurves, met als direct gevolg dat beleggers een waardevol kompas en economieën een cruciale bijstuuringsvariabele verliezen. Door een realiteit te negeren wordt deze niet minder reëel. Daarom zijn wij van mening dat wisselkoersen een steeds grotere rol zullen gaan spelen als uitdrukking van en ter aanpassing aan verschillen in onderliggende economische omstandigheden.

---

## **Over Yves Longchamp, Head of Research ETHENEA Independent Investors**

Voordat hij in 2013 naar ETHENEA kwam, deed Yves ruim 15 jaar werkervaring op bij Pictet & Cie, UBS en de Zwitserse Nationale Bank. Als econoom en strateeg nam hij deel aan de beleidsvergaderingen van een centrale bank en de beleggingscomités van twee grote Zwitserse banken, en bouwde zo een brede kennis op het gebied van macro-economie, monetair beleid en beleggen op.



### **Informatie voor redacteurs**

Voor meer informatie of voor een interview, gelieve contact op te nemen met Wim Heirbaut bij Comfi, tel. +32 (0)2 290 90 95, e-mail [wim.heirbaut@comfi.be](mailto:wim.heirbaut@comfi.be).

### **Over ETHENEA**

De Ethna Funds, beheerd door ETHENEA Independent Investors S. A., zijn conservatieve beleggingsfondsen gericht op continu rendement en risicominalisatie. Het Portfolio Management Team beheert op actieve wijze een vermogen van 7,15 miljard euro, verdeeld over drie fondsen: Ethna-DEFENSIV, Ethna-AKTIV en Ethna-DYNAMISCH (per 30.03.2018). ETHENEA is een niet-bancaire beleggingsmaatschappij met hoofdkantoor in Luxemburg. Daarnaast heeft de onderneming vestigingen in Duitsland, Frankrijk, Italië en Zwitserland en een vertegenwoordigingskantoor in Oostenrijk. De groep heeft momenteel 90 werknemers in dienst. Voor meer informatie, ga naar **[ethenea.com](http://ethenea.com)**.